



互联网行业 2022 年展望：拥抱的 不只是监管，还有元宇宙

“生活不止眼前的苟且，还有诗和远方的田野……”

- 互联网行业 2021 年回顾：**年初至今，中证海外中国互联网指数跑输 MSCI 中国指数，YTD 收益分别为-39%和-16%。互联网板块在 2 月中达到高点后，一路向下，在 8 月份达到低点，从高点回撤约-58%。今年互联网板块整体表现疲软，主要由于：一是政策监管趋严，导致市场避险情绪上升；二是互联网板块在 2020 年集体爆发，估值在年初创历史新高；三是人口红利减弱，业绩增速进一步放缓。进入四季度，市场情绪有所复苏，板块止跌在底部震荡。从估值来看，多数公司仍处于近年低位，市场最大的担忧仍是政策不确定性。我们认为政策监管造成股价短期波动，并未改变长期趋势，有助于行业规范持续发展。我们建议逢低布局，目前估值吸引，股价前期大幅回调已部分反映潜在监管风险。
- 互联网行业 2022 年趋势展望：**行业估值有望修复，下半年业绩因低基数影响或大幅改善。1) 政策逐步落地，监管风险逐渐释放，我们认为应对政策风险或是长期过程，后期大概率仍会有新规出台，而政策出台最密集的时刻似乎已经过去；2) 反垄断下的互联互通仍将成为 2022 年行业主题之一，有助于打破流量壁垒，提升效率，竞争格局或边际改善；3) 在国内流量红利减弱以及行业监管不确定的大背景下，中国互联网企业或加速出海，寻找新的增长点，东南亚仍是出海首选；4) 元宇宙的构建，并非一朝一夕，或成为移动互联网之后又一长期阶段，目前还在概念萌芽期，依然是投融资领域的最大风口。
- 互联网 2022 年细分行业展望：**1) 电商：竞争加剧，直播带货和私域电商继续分食电商大盘；2) 游戏：未成年防沉迷监管对行业影响有限，游戏版号审核才是关键，加速“大航海时代”开启；3) 泛视频：持续分化，中视频崛起，短视频时长继续提升；4) SaaS：仍在探索期，To B 类企业对 SaaS 转型趋之若鹜，应用场景不断细化。
- 建议关注腾讯 (700.HK)、哔哩哔哩 (BILI.US) 和 Sea (SE.US)。
- 投资风险：**行业监管趋严，市场情绪不佳。

赵丹

互联网分析师

dan_zhao@spdbi.com
(852) 2808 6436

杨子超

助理分析师

charles_yang@spdbi.com
(852) 2808 6409

林璇

研究部主管

sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2021 年 12 月 01 日

年初至今指数表现



截至 2021 年 11 月 26 日收盘价
资料来源：Bloomberg、浦银国际



扫码关注浦银国际研究

目录

互联网行业 2021 年回顾	4
政策风险担忧，股价大幅回撤	4
细分板块复盘：在线教育遭重创，OTA 相对稳健	6
互联网行业 2022 年整体趋势展望	9
政策逐步落地，监管风险逐渐释放	9
反垄断下的互联互通，竞争格局边际改善	11
企业加速出海，寻找新的增长点	12
元宇宙还在探索早期，投融资最大风口	14
互联网行业 2022 年细分行业展望	18
电商：竞争加剧，直播带货和私域电商继续分食	18
游戏：防沉迷监管对行业影响有限，开启“大航海时代”	22
泛视频：持续分化，中视频崛起，短视频时长提升	25
SaaS：仍在探索期，应用场景不断细化	27
互联网行业覆盖公司	29

图表目录

图表 1: 互联网公司 2021 年至今录得负收益	4
图表 2: 腾讯 PE band	5
图表 3: 阿里巴巴 PE band	5
图表 4: 2021 年互联网各细分板块年初至今股价变动	6
图表 5: 中国互联网公司市值前十大公司收入增速及业务集中度比较	6
图表 6: 互联网公司分板块表现及估值	7
图表 7: 2021 年互联网行业主要监管政策梳理	10
图表 8: 中国互联网网民数量	12
图表 9: 中国全球化品牌 50 强品类分布 (2021 年)	12
图表 10: 东南亚互联网经济规模	13
图表 11: Epic Games 《堡垒之夜》虚拟演唱会	14
图表 12: Roblox 与 Gucci 合作推出《Gucci Garden》虚拟展览	14
图表 13: 电影《头号玩家》情节中的虚拟游戏世界	16
图表 14: 电影《失控玩家》情节中的虚拟游戏世界	16
图表 15: 中国实物商品网上零售额	18
图表 16: 三大电商年度活跃买家数	19
图表 17: 电商公司收入对比	19
图表 18: 中国直播电商市场规模及增速	20
图表 19: 中国直播电商渗透率	20
图表 20: 中国直播带货 TOP50 成交金额分布	20
图表 21: 中国直播带货 TOP50 主播分布	20
图表 22: 微信小程序 DAU	21
图表 23: 微信小程序电商 GMV	21
图表 24: 2021 年 9 月移动购物流量规模占比分布	21
图表 25: 中国游戏产业实际销售收入	22
图表 26: 中国自主研发游戏海外销售收入	22
图表 27: 2021 年全球游戏市场收入分布预测	23
图表 28: 中国手游付费用户年龄结构	23
图表 29: 中国游戏版号发行数量	23
图表 30: 各类别视频对比	25
图表 31: 2021 年 9 月在线视频 APP 月活数 (亿)	25
图表 32: 爱奇艺订阅用户数	25
图表 33: 中国移动网民 APP 每日使用时长占比	26
图表 34: 2021 年上半年媒介行业广告收入占比	26
图表 35: 各类型视频公司经营利润率比较	26
图表 36: 中国企业级 SaaS 市场规模	27
图表 37: 中美两国 SaaS 占 IT 投入比重	27
图表 38: 中国企业级 SaaS 细分赛道结构	28
图表 39: SaaS 公司比较	28
图表 40: SPDBI 互联网行业覆盖公司	29

互联网行业 2022 年展望： 拥抱的不只是监管，还有元宇宙

互联网行业 2021 年回顾

● 政策风险担忧，股价大幅回撤

“这是最好的时代，也是最坏的时代。”年初至今（截至 2021 年 11 月 26 日），中证海外中国互联网指数（-39%）跑输 MSCI 中国指数（-16%）。互联网板块在 2 月中达到高点后，一路向下，在 8 月份达到低点，从高点回撤约 58%。今年互联网板块表现疲软，主要由于：

- 一是政策监管趋严，导致市场避险情绪上升；
- 二是互联网板块在 2020 年集体爆发，导致估值在年初创历史新高；
- 三是互联网人口红利减弱大背景下，业绩增速进一步放缓。

图表 1: 互联网公司 2021 年至今录得负收益

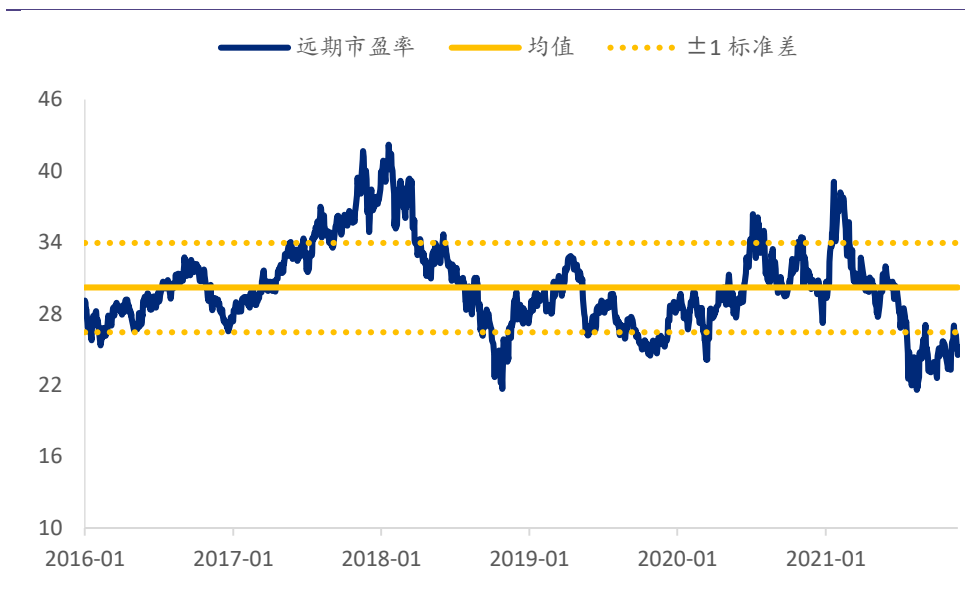


注：截至 2021 年 11 月 26 日收盘。

资料来源：Bloomberg、浦银国际

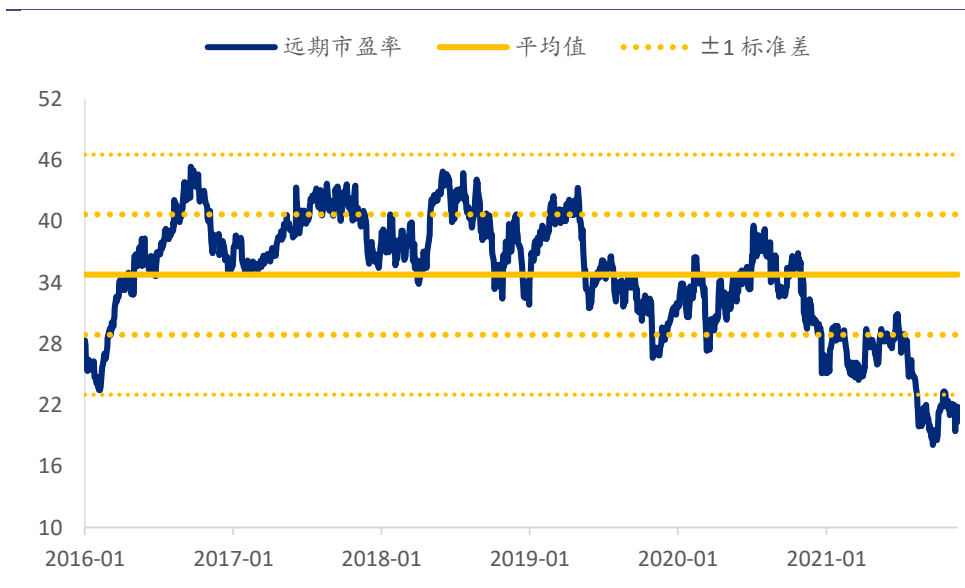
目前来看，多数互联网公司估值处于历史低位。以行业龙头为例，腾讯和阿里巴巴目前的远期市盈率分别为 24.5x 和 21.8x，分别低于 2016 年以来均值约一个标准差和两个标准差。

图表 2: 腾讯 PE band



注：截至 2021 年 11 月 26 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 3: 阿里巴巴 PE band

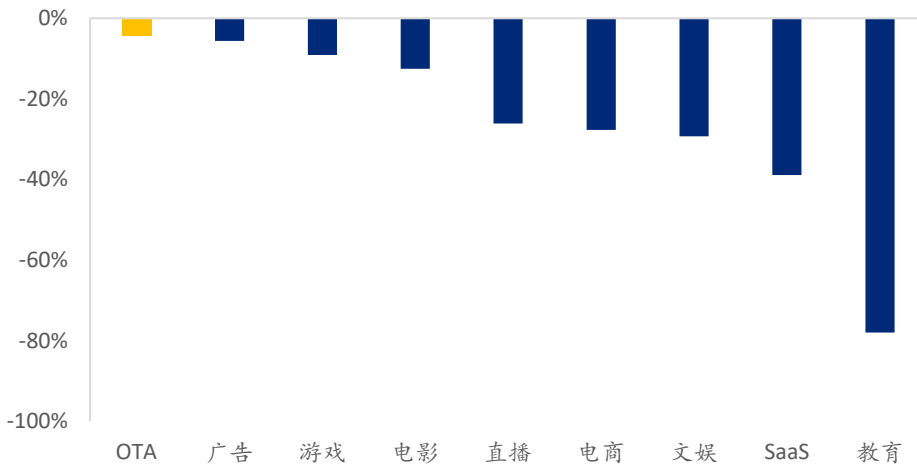


注：截至美股 2021 年 11 月 24 日收盘
资料来源：Bloomberg、浦银国际

● 细分板块复盘：在线教育遭重创，OTA 相对稳健

由于对监管风险担忧，多数板块都出现下跌。在线教育板块是今年受监管影响最大的行业，受“双减”政策影响，主营业务受到挑战，面临转型，板块整体跌幅 78%。OTA 板块跌幅较小，主要受益于线下旅游业复苏趋势且受政策扰动影响较小。除在线教育板块外，对于多数公司股价回调而言，估值倍数调整的影响大于盈利下调影响。

图表 4: 2021 年互联网各细分板块年初至今股价变动



注：截止 11 月 26 日收盘价 资料来源：Bloomberg、浦银国际

个股方面，互联网市值前五大公司市值都有所回落，腾讯、阿里巴巴、美团、拼多多和京东 YTD 收益分别为 -18%，-41%，-11%，-54% 和 +2%。而从市值前十大公司未来三年收入增速来看，拼多多和哔哩哔哩位居前列。

图表 5: 中国互联网公司市值前十大公司收入增速及业务集中度比较



注：业务收入占比为最新财年数据；未来三年（财年）收入 CAGR 为 Bloomberg 一致预测值，11 月 26 日数据
资料来源：Bloomberg、浦银国际

图表 6: 互联网公司分板块表现及估值

股票代码	公司	行业	市值(百 万美元)	股价(交 易货 币)	YTD 股 价变动 (%)	P/E			P/S		
						2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
700 HK Equity	腾讯控股	游戏	570,276	463.4	(17.8)	27.8	24.2	19.8	6.4	5.5	4.7
NTES US Equity	网易	游戏	76,257	113.7	18.7	28.0	23.5	20.0	5.6	4.8	4.2
002602 CH Equity	世纪华通	游戏	8,547	7.3	3.1	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
002555 CH Equity	三七互娱	游戏	8,231	23.7	(24.0)	19.8	15.7	13.3	3.1	2.6	2.2
002624 CH Equity	完美世界	游戏	6,031	19.9	(32.6)	29.8	16.7	14.1	4.0	3.0	2.6
603444 CH Equity	吉比特	游戏	4,231	376.3	(11.7)	17.2	14.9	12.8	6.0	5.0	4.3
002558 CH Equity	巨人网络	游戏	3,231	10.2	(41.5)	20.0	17.9	N/A	N/A	N/A	N/A
2400 HK Equity	心动公司	游戏	2,896	47.0	0.3	N/A	N/A	87.8	6.6	5.0	3.9
300315 CH Equity	掌趣科技	游戏	1,739	4.0	(21.1)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
777 HK Equity	网龙	游戏	1,231	17.5	0.6	7.0	6.3	5.5	1.1	1.0	0.9
799 HK Equity	IGG	游戏	1,160	7.6	(4.3)	9.7	9.0	6.9	1.4	1.3	1.3
9990 HK Equity	祖龙娱乐	游戏	1,148	11.0	(47.6)	5.7	7.7	N/A	N/A	N/A	N/A
1119 HK Equity	创梦天地	游戏	1,101	6.5	59.3	N/A	19.1	15.3	2.7	2.2	1.8
平均					(9.1)	18.3	15.5	21.7	4.1	3.4	2.9
BABA US Equity	阿里巴巴	电商	370,094	136.5	(41.3)	13.3	17.1	15.1	3.3	2.7	2.2
JD US Equity	京东商城	电商	139,311	89.4	1.7	57.5	43.0	29.3	0.9	0.8	0.6
PDD US Equity	拼多多	电商	101,968	81.4	(54.2)	N/A	97.4	38.7	6.0	4.3	3.2
VIPS US Equity	唯品会	电商	6,986	10.3	(63.3)	7.4	6.7	5.9	0.4	0.3	0.3
9991 HK Equity	宝尊	电商	1,204	40.1	(54.3)	17.8	12.4	9.3	0.8	0.6	0.5
SE US Equity	SEA	电商	160,614	289.6	45.5	N/A	N/A	N/A	16.0	11.1	8.3
平均					(27.7)	24.0	35.3	19.7	4.6	3.3	2.5
1024 HK Equity	快手	文娱	48,396	90.0	N/A	N/A	N/A	N/A	3.9	2.9	2.2
BILI US Equity	哔哩哔哩	文娱	28,088	72.5	(15.5)	N/A	N/A	N/A	9.3	6.5	4.8
300413 CH Equity	芒果超媒	文娱	13,412	45.8	(36.8)	35.2	28.7	23.9	4.9	4.1	3.4
TME US Equity	腾讯音乐	文娱	12,576	7.4	(61.4)	19.7	20.7	17.8	2.5	2.4	2.2
772 HK Equity	阅文集团	文娱	7,347	56.1	(7.9)	32.7	27.0	21.6	4.9	4.1	3.6
IQ US Equity	爱奇艺	文娱	5,359	6.8	(61.2)	N/A	N/A	N/A	1.1	1.1	1.0
ZH US Equity	知乎	文娱	4,610	8.2	N/A	N/A	N/A	N/A	9.9	5.6	3.4
1060 HK Equity	阿里影业	文娱	2,926	0.9	(11.5)	N/A	46.4	19.9	7.2	4.5	3.6
000156 CH Equity	华数传媒	文娱	2,143	7.4	(13.7)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
1896 HK Equity	猫眼娱乐	文娱	1,319	9.0	(26.4)	11.5	8.7	7.5	2.6	2.0	1.7
平均					(29.3)	24.8	26.3	18.1	5.2	3.7	2.9
3690 HK Equity	美团	本地生活	207,408	263.6	(10.5)	N/A	N/A	77.0	7.3	5.3	4.0
DIDI US Equity	滴滴出行	本地生活	39,116	8.1	N/A	N/A	N/A	36.8	1.3	1.1	0.9
BEKE US Equity	贝壳	本地生活	26,414	22.2	(64.0)	79.3	33.9	23.8	2.1	2.0	1.7
2618 HK Equity	京东物流	本地生活	20,737	26.2	N/A	N/A	N/A	N/A	1.3	1.0	0.8
TCOM US Equity	携程网	本地生活	18,544	29.1	(13.8)	N/A	25.6	16.4	5.7	3.9	3.1
YMM US Equity	满帮集团	本地生活	13,931	12.8	N/A	N/A	51.6	14.0	19.9	11.3	6.0
DADA US Equity	达达集团	本地生活	5,523	23.6	(35.3)	N/A	N/A	34.1	5.2	3.5	2.3
780 HK Equity	同程艺龙	本地生活	4,727	16.6	10.9	23.2	17.7	13.4	3.9	3.0	2.4
平均					(22.5)	51.2	32.2	30.8	5.8	3.9	2.7

(接下页...)

(…接上页)

股票代码	公司	行业	市值(百万美元)	股价(交易货币)	YTD 股价变动 (%)	P/E			P/S		
						2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
WB US Equity	微博	社交直播	9,858	43.0	5.0	13.9	12.8	11.5	4.4	3.9	3.6
YY US Equity	欢聚	社交直播	4,414	56.6	(29.2)	N/A	57.5	28.2	1.7	1.5	1.4
MOMO US Equity	陌陌	社交直播	2,626	12.7	(4.9)	8.5	6.9	6.0	1.2	1.0	0.9
HUYA US Equity	虎牙直播	社交直播	1,922	8.1	(59.4)	34.0	N/A	23.2	1.1	1.0	0.9
YALA US Equity	Yalla	社交直播	1,183	8.2	(42.6)	11.7	10.1	7.5	4.4	3.4	2.7
DOYU US Equity	斗鱼	社交直播	947	2.9	(73.6)	N/A	N/A	N/A	0.7	0.6	0.6
9911 HK Equity	赤子城	社交直播	516	4.0	127.7	13.8	9.4	6.5	1.4	0.9	0.6
3700 HK Equity	映客	社交直播	386	1.5	36.4	7.2	5.3	4.1	N/A	N/A	N/A
平均					(5.1)	14.9	17.0	12.4	2.1	1.8	1.5
TAL US Equity	好未来	教育	3,450	5.4	(92.5)	54.0	12.2	5.1	0.8	0.6	0.5
DAO US Equity	有道	教育	2,110	16.8	(36.9)	N/A	N/A	49.6	2.6	3.0	2.4
1797 HK Equity	新东方在线	教育	1,079	8.4	(69.9)	N/A	N/A	N/A	4.7	4.5	3.6
GOTU US Equity	高途集团	教育	746	2.9	(94.4)	N/A	N/A	21.1	0.7	1.3	1.2
YQ US Equity	一起教育	教育	93	1.9	(96.3)	N/A	N/A	N/A	0.3	0.2	N/A
平均					(78.0)	54.0	12.2	25.3	1.8	1.9	1.9
BIDU US Equity	百度	IT&云服务	52,693	151.4	(30.0)	19.0	17.3	13.6	2.7	2.4	2.1
688111 CH Equity	金山办公	IT&云服务	19,584	271.5	(33.9)	N/A	77.8	56.9	37.1	27.3	20.2
600588 CH Equity	用友网络	IT&云服务	15,915	31.1	(29.1)	N/A	85.7	63.0	10.3	8.0	6.3
002410 CH Equity	广联达	IT&云服务	11,895	64.0	(18.7)	N/A	76.8	55.6	14.9	12.1	10.0
268 HK Equity	金蝶国际	IT&云服务	10,418	23.4	(25.9)	N/A	N/A	N/A	15.6	12.5	9.7
000977 CH Equity	浪潮信息	IT&云服务	7,436	32.7	21.6	24.4	19.4	15.7	0.7	0.6	0.5
3888 HK Equity	金山软件	IT&云服务	6,098	34.6	(30.8)	51.1	39.7	24.8	6.2	5.1	4.2
909 HK Equity	明源云	IT&云服务	5,896	23.4	(51.0)	N/A	73.3	48.7	16.0	11.6	8.4
354 HK Equity	中软国际	IT&云服务	5,054	12.8	48.9	24.0	18.1	14.2	1.8	1.4	1.2
KC US Equity	金山云	IT&云服务	4,667	19.3	(55.7)	N/A	N/A	N/A	3.2	2.2	1.5
2013 HK Equity	微盟集团	IT&云服务	3,291	9.9	(28.8)	N/A	N/A	82.2	7.6	5.9	4.5
2158 HK Equity	医渡科技	IT&云服务	2,975	23.8	N/A	N/A	N/A	N/A	23.3	13.4	8.3
API US Equity	兆言网络	IT&云服务	2,367	20.4	(48.4)	N/A	N/A	N/A	14.3	12.8	9.6
3738 HK Equity	卓博集团	IT&云服务	1,820	7.2	65.0	N/A	N/A	71.2	21.9	14.1	9.9
9959 HK Equity	联易融	IT&云服务	1,778	6.0	N/A	N/A	23.8	16.0	8.6	6.1	4.5
8083 HK Equity	中国有赞	IT&云服务	1,660	0.8	(67.5)	N/A	N/A	N/A	6.1	4.6	3.3
VNET US Equity	世纪互联	IT&云服务	1,636	11.7	(66.3)	N/A	N/A	N/A	1.7	1.3	1.1
1860 HK Equity	汇量科技	IT&云服务	1,515	7.1	47.3	50.6	33.7	22.2	2.5	2.2	1.9
6608 HK Equity	百融云	IT&云服务	676	10.5	N/A	N/A	22.9	18.8	2.7	2.1	1.6
平均					(19.0)	33.8	44.4	38.7	10.4	7.7	5.7

注: E=Bloomberg 一致预测; A 股、港股截至 11 月 26 日收盘价, 美股截至 11 月 24 日; N/A 表示不适用/无一致预测/大于 100

资料来源: Bloomberg、浦银国际

互联网行业 2022 年整体趋势展望

展望 2022 年,我们认为对于中国互联网行业整体而言,四大趋势值得关注:

- 政策逐步落地, 监管风险逐渐释放;
- 反垄断下的互联互通, 竞争格局或边际改善;
- 中国企业加速出海, 东南亚仍是出海首选;
- 元宇宙还在探索早期, 是投融资最大风口。

● 政策逐步落地, 监管风险逐渐释放

“政策监管”是中国互联网行业在 2021 年的关键词之一。我们在 [2021 年的中期展望](#) 中,曾提出“警惕政策风险, 互联网行业进入‘强监管’时代”。从去年年底的针对平台经济反垄断政策开始, 到 2021 年年中对于教培行业的“双减”政策, 以及后续一系列细分行业监管新规, “监管不确定性”也是导致板块疲软的主要因素之一。

如何在政策不确定性下寻找确定性? 我们建议关注两个方向:

一是 **To B 业务**, 产业互联网, 助力中小企业数字化升级, 享受政策红利, 尤其是作为新基建的重要组成部分的云计算。近几年, 国家和各级地方政府也不断出台政策鼓励企业“上云”。“十四五规划”中指出“实施‘上云用数赋智’行动, 推动数据赋能全产业链协同转型”, 强调发展云计算、大数据、物联网等重点领域, 为产业赋能。

二是**出海业务**, 一定程度上, 可以降低行业监管带来的不确定性。

图表 7: 2021 年互联网行业主要监管政策梳理

日期	领域	事件
10/11/2020	反垄断	市场监管总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，明确将“二选一”、“利用大数据实行差异化定价”等行为视为滥用市场支配地位
14/12/2020	反垄断	市场监管总局对阿里巴巴投资收购银泰、阅文收购新丽传媒、丰巢收购中邮智递未依法申报违法实施经营者集中案进行了调查，并依据《反垄断法》，对阿里巴巴投资、阅文、丰巢分别处以 50 万元人民币罚款。
22/12/2020	反垄断	市场监管总局强调互联网平台要严格规范社区团购经营行为，严格遵守“九不得”，包括不得“低价倾销”，“大数据杀熟”等
7/2/2021	反垄断	国务院发布《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》
12/3/2021	反垄断	市场监管总局对银泰收购开元商业、腾讯收购猿辅导等十起违法实施经营者集中案件立案调查，并依据《反垄断法》，对银泰等十二家企业处以 50 万元人民币罚款
10/4/2021	反垄断	市场监管总局对阿里巴巴实施“二选一”垄断行为，处以 2019 年中国境内销售额 4% 的罚款，计 182.28 亿元人民币。
10/5/2021	个人信息保护	网信办对腾讯手机管家等 84 款 App 违法违规收集使用个人信息行为进行了通报。
10/6/2021	数据安全	第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十九次会议通过《中华人民共和国数据安全法》。
2/7/2021	数据安全	网络安全审查办公室对“滴滴出行”启动网络安全审查。
10/7/2021	反垄断	市场监管总局根据《反垄断法》和《经营者集中审查暂行规定》，宣布禁止虎牙与斗鱼合并案
20/8/2021	个人信息保护	十三届全国人大常委会第三十次会议表决通过《中华人民共和国个人信息保护法》。
30/8/2021	未成年人保护	国家新闻出版署发布《关于进一步严格管理切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》，规定了所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时网络游戏服务。
8/10/2021	反垄断	市场监管总局对美团在中国境内网络餐饮外卖平台服务市场滥用市场支配地位行为进行了调查，并依据《反垄断法》，对美团处以 2020 年中国境内销售额 3% 的罚款，计 34.42 亿元人民币。
14/11/2021	数据安全	网信办发布《网络数据安全条例（征求意见稿）》

资料来源：公开资料，浦银国际

随着监管政策的陆续出台，政策风险逐渐释放。从估值来看，目前多数互联网公司仍处于近年低位，市场最大的担忧仍是政策风险，我们认为，政策监管将会是一个长期存在的过程，后期大概率仍会有新规出台，而政策出台最密集的时刻似乎已经过去。我们建议可以逢低吸纳，目前估值吸引，股价大幅回调也已部分反映潜在的监管风险。

我们认为政策监管造成股价短期波动，并未改变行业的长期趋势，有助于行业规范持续发展。2021年10月18日，国家主席习近平强调，把握数字经济发展趋势和规律，推动我国数字经济健康发展。“近年来，互联网、大数据、云计算、人工智能、区块链等技术加速创新，日益融入经济社会发展各领域全过程，数字经济发展速度之快、辐射范围之广、影响程度之深前所未有，正在成为重组全球要素资源、重塑全球经济结构、改变全球竞争格局的关键力量。要站在统筹中华民族伟大复兴战略全局和世界百年未有之大变局的高度，统筹国内国际两个大局、发展安全两件大事，充分发挥海量数据和丰富应用场景优势，促进数字技术与实体经济深度融合，赋能传统产业转型升级，催生新产业新业态新模式，不断做强做优做大我国数字经济。”

● 反垄断下的互联互通，竞争格局边际改善

在反垄断监管不断趋严的背景下，互联互通将是2022年行业主题之一。2020年11月10日，国家市场监督管理总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，首次明确将“二选一”定义为滥用市场支配地位、构成限定交易行为，将“大数据杀熟”定义为滥用市场支配地位、实施差别待遇。

2021年4月10日，国家市场监管总局对阿里巴巴集团滥用市场支配地位实施“二选一”垄断行为进行处罚。罚款金额按照其2019年中国境内销售额4,557亿元的4%计算，共182亿元，创下中国反垄断历史新纪录。

2021年10月8日，国家市场监管总局对美团滥用市场支配地位实施“二选一”垄断行为进行处罚，责令全额退还独家合作保证金12.89亿元，并处以其2020年中国境内销售额1147.48亿元3%的罚款，计34.42亿元。

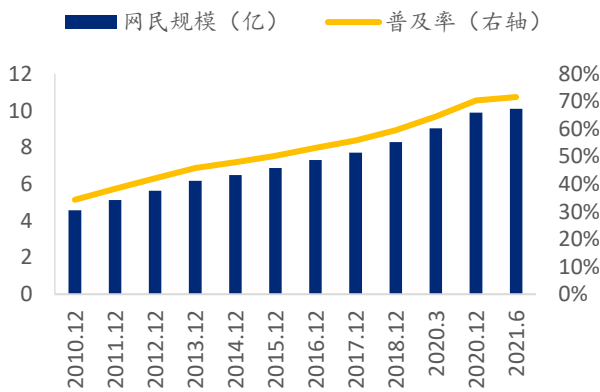
平台经济间的互联互通是行业监管整治的目标之一。互联网平台之间的互联互通主要针对其内容、数据和链接等而言，尤其是像腾讯，阿里巴巴和字节跳动等大平台。开放平台间的链接有利于改善用户体验，降低交易成本。同时，平台之间流量的开放，也有利于保护竞争。目前关于互联互通聚焦的核心问题在于微信生态如何对阿里的电商业务和字节跳动的短视频业务开放，阿里巴巴生态如何对微信支付进行开放等。

虽然互联互通是大势所趋，然而平台间的数据互通较为复杂，或仍需时日。7月26日，工信部开展互联网行业专项整治行动，将屏蔽网址链接列为了重点整治对象。9月初，工信部召开了“屏蔽网址链接问题行政指导会”，要求从9月17日起，各平台必须按标准解除屏蔽。而从目前的结果来看，尚未实现预期中的互联互通，主要由于其涉及各平台方的数据隐私，权责归属等问题。

● 企业加速出海，寻找新的增长点

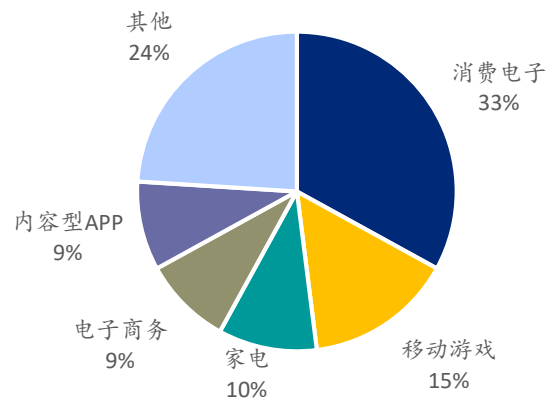
出海在过去几年一直是中国互联网公司努力的方向，趋势将继续加强。一方面，中国互联网经历多年的发展，网民规模已突破10亿，人口红利逐渐减弱。许多互联网子行业已进入相对成熟的阶段，竞争愈加激烈，海外新兴市场成为了下一个互联网价值洼地；另一方面，国内互联网政策监管趋严，也加速了出海的进程，从而减少监管带来的不确定性。

图表 8: 中国互联网网民数量



资料来源: CNNIC、浦银国际

图表 9: 中国全球化品牌 50 强品类分布(2021 年)



资料来源: Brandz 《2021 中国全球化品牌 50 强》、浦银国际

东南亚具备经济发展迅速、人口红利等优势，是中国互联网企业出海的首选之地。随着越来越多的消费者及中小企业转向线上化，东南亚互联网经济规模仍将有较大发展潜力。根据贝恩咨询数据，东南亚互联网经济规模在 2020 年达到约 1000 亿美元，至 2025 年将超过 3000 亿美元，年均复合增速达到 24%。

作为东南亚游戏和电商龙头企业，SEA (SE.US) 是目前东南亚互联网公司上市稀缺标的。SEA 各项业务仍处于高速增长阶段，且业务领域已从东南亚发展至全球，值得投资者关注。

图表 10: 东南亚互联网经济规模



	2020年 十亿美元	2025年 十亿美元	CAGR
印尼	44	124	23%
泰国	18	53	25%
越南	14	52	29%
马来西亚	11.4	30	21%
菲律宾	7.5	28	30%
新加坡	9	22	19%

E=Bain & Company 预测

资料来源: Google、Temasek、Bain & Company, 浦银国际

● 元宇宙还在探索早期，投融资最大风口

元宇宙，成为了今年下半年互联网行业中最热的词汇。然而市场对于元宇宙的观点存在很大争议，一是认为元宇宙的概念过于虚无缥缈；二是围绕元宇宙何时到来有所分歧，乐观派认为，我们已经开始迈入元宇宙的大门，并将替代颠覆我们现有的生活方式；悲观派则认为，元宇宙过于遥远，目前只是存在于概念中。

与其说是元宇宙，我们更愿称之为**3D 互联网**。我们理解的元宇宙的本质就是**3D 互联网，或三维互联网**。元宇宙是一个宽泛的概念，可以简单理解为借助于 VR, AR 和 AI 算法的一系列技术，打造的虚拟互联网世界，而又非与现实世界完全割裂，是更加去中心化的开放世界。

相比于 PC 互联网和移动互联网，理想中的元宇宙，即**3D 互联网世界**，可以为用户提供更为丰富的内容生态和更加沉浸的互动体验。和互联网类似，元宇宙更像是一种工具、一种模式、一种存在形式，更重要的是与其他垂直行业结合。元宇宙作为一个去中心化的链上开源生态系统，其应用场景不仅仅是娱乐，而是可以在平台上同时进行社交、学习、工作、购物等活动的平行数字世界。元宇宙概念第一股 ROBLOX (RBLX.US) 的上市招股书中，曾概况了元宇宙的八个关键特征：身份、朋友、沉浸感、随地、多样性、低延迟、经济、文明。

图表 11: Epic Games 《堡垒之夜》虚拟演唱会



资料来源：公开资料、浦银国际

图表 12: Roblox 与 Gucci 合作推出《Gucci Garden》虚拟展览



资料来源：公开资料、浦银国际

元宇宙，准确来说是元宇宙概念，在这个时点的爆发，是由多方面因素促成。元宇宙的真正到来，离不开 VR、AR 等硬件设备的支持，虽然这些硬件设备仍在不断升级完善，但在过去两年中尚未看到有质的飞越。我们认为元宇宙概念兴起的直接推动因素在于：

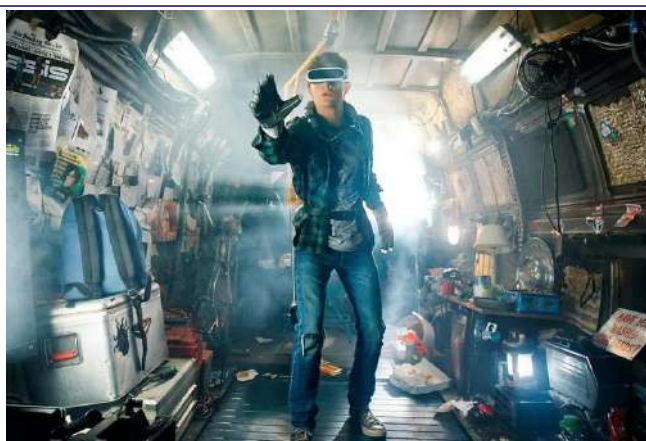
1. 区块链技术的发展以及相应数字化货币，去中心化应用场景拓宽，为元宇宙的经济系统提供了解决方案；
2. 疫情下的宅生活，让人们意识到“线上生活”已经可以替代很多“线下世界”，如上课、演唱会等许多线下场景被搬到虚拟世界里，加速了线上迁徙的速度；
3. 互联网企业急需寻找或创造新的流量池。移动互联网红利逐渐减弱，而依赖 VR、AR 设备和跨终端的 3D 互联网被寄予厚望，因此很多互联网企业也加大在这方面投资布局。

元宇宙的创建将是个长期过程，目前的所谓的元宇宙概念公司只是雏形。由于元宇宙是一个足够宏大的场景集合体，它的发展离不开硬件设备支持、用户习惯改变以及各国政策环境的变化。

即使在未来的元宇宙，3D 互联网或成为主流，但 PC 互联网和移动互联网并不会消失，更可能是多终端并存的时代。比如，进入 2010 年后，随着移动互联网的普及，PC 互联网的用户数量和用户时长增长虽然陷入了停滞，但并没有消失，只是趋于稳定，因为很多应用场景更适合在 PC 端操作。

目前看来，游戏是承载元宇宙概念的最佳载体。关于元宇宙是不是游戏，市场也有不少争论，我们认为这并不是个问题，主要取决于如何定义“游戏”。如今的网络游戏，已不同于以往以通关为目的的传统游戏，在越来越多的开放游戏类型中，也逐渐衍生出更加丰富的玩法，或者说是“体验”。目前，广义网络游戏是虚拟网络里最为生动形象的互动方式，游戏也是现实生活在虚拟世界中的最好映射。游戏世界拥有无限的兼容性，可以在这个“大型游戏”中嫁接各种场景。过去，传统游戏更多呈现娱乐属性，而在元宇宙的世界里，游戏将被赋予更多的社会属性。

图表 13: 电影《头号玩家》情节中的虚拟游戏世界



资料来源: 公开资料、浦银国际

图表 14: 电影《失控玩家》情节中的虚拟游戏世界




资料来源: 公开资料、浦银国际

中国互联网公司已开始布局元宇宙。中国许多互联网公司表示出对发展元宇宙的兴趣，并纷纷在相关领域进行布局。与其说这些公司想要进入元宇宙，不如说是他们本身已经在某些元宇宙要素上具备一定优势，因而适合进入元宇宙。而各家公司根据自身优势差异，也选择不同的切入点。

腾讯：作为集游戏、社交、娱乐于一身的腾讯，是国内离元宇宙概念最近的互联网公司。2020 年底，腾讯就提出了“全真互联网”，与现在元宇宙概念类似。在元宇宙概念兴起之前，腾讯就已在相关领域有所布局。腾讯是 Roblox 的主要股东之一，并拥有 Roblox 在中国地区的独家代理权；腾讯也是 Epic Games、Snap 等元宇宙概念公司的股东。在游戏、社交媒体和人工智能等相关领域，腾讯都具备丰富的经验。

字节跳动：字节跳动凭借自身在用户、内容、全球化上的优势，同时通过投资收购元宇宙概念相关公司，拥有了进入元宇宙赛道的能力。今年上半年，字节收购了游戏公司沐瞳科技，并投资了元宇宙概念游戏开发商代码乾坤；2021 年 8 月，字节收购国内头部 VR 公司 Pico，被视为字节在元宇宙的布局。

网易：游戏作为目前最接近元宇宙形态之一，网易进入元宇宙也具备一定优势。网易游戏矩阵中，包含了大量 MMORPG(大型多人在线角色扮演游戏)，如《大话西游》、《梦幻西游》。MMORPG 游戏的特点是玩家在虚拟世界扮演一个或多个角色进行游戏，能够容纳大量玩家同时在线，虚拟世界的时间线与现实世界同步运行。一定程度上，MMORPG 可以看作是元宇宙概念的雏形。网易强大的游戏研发能力，将有助于其在元宇宙中的探索。



哔哩哔哩：元宇宙中的一个基本要素是自循环的内容生态，而哔哩哔哩（B站）拥有数量庞大的内容创作者，能够在内部自循环构建起社区生态，这将成为B站进军元宇宙领域的重要优势。B站上的虚拟主播也是与元宇宙概念相关的内容，主播可以利用动作捕捉、虚拟现实、增强现实等技术，将自己变成另一个虚拟角色，与观众进行互动。

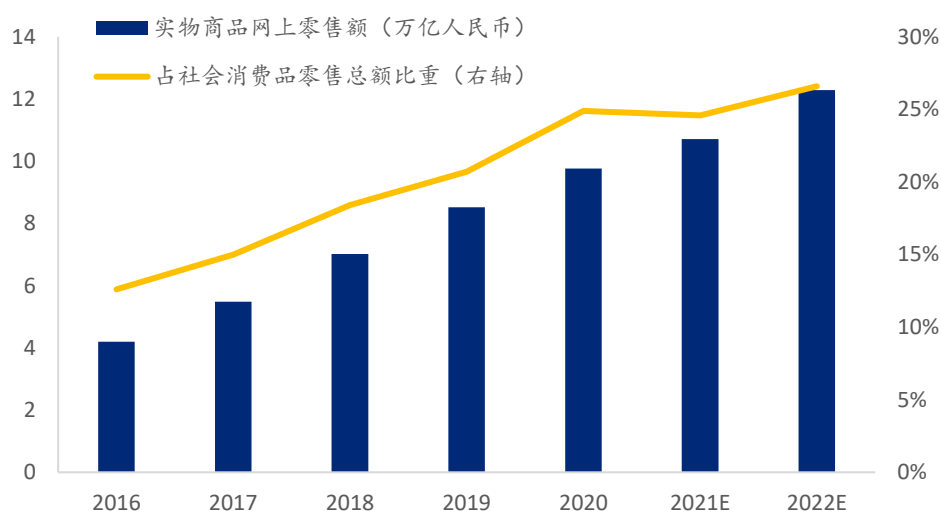
互联网行业 2022 年细分行业展望

● 电商：竞争加剧，直播带货和私域电商继续分食

2022 年展望：2021 年电商板块估值经历了大幅回调，已低于近年均值水平。作为预见性较高的细分行业，电商板块当前估值水平已具备吸引力，建议长期投资者可择机增持。同时，建议关注直播电商、内容电商等细分赛道机会。公司方面建议关注京东（9618.HK/JD.US）。

电商零售额维持稳健增长。据国家统计局数据，2021 年 1-10 月实物商品网上零售额同比增长 14.6%，去年同期增速为 16.0%，保持稳健增长。随着疫情逐渐受控，线下消费复苏，2021 年 1-10 月实物电商渗透率（实物商品网上销售占比）略微下降至 23.7%，去年同期为 24.2%，我们预计 **2022 年底渗透率或提升至 27%**。

图表 15：中国实物商品网上零售额

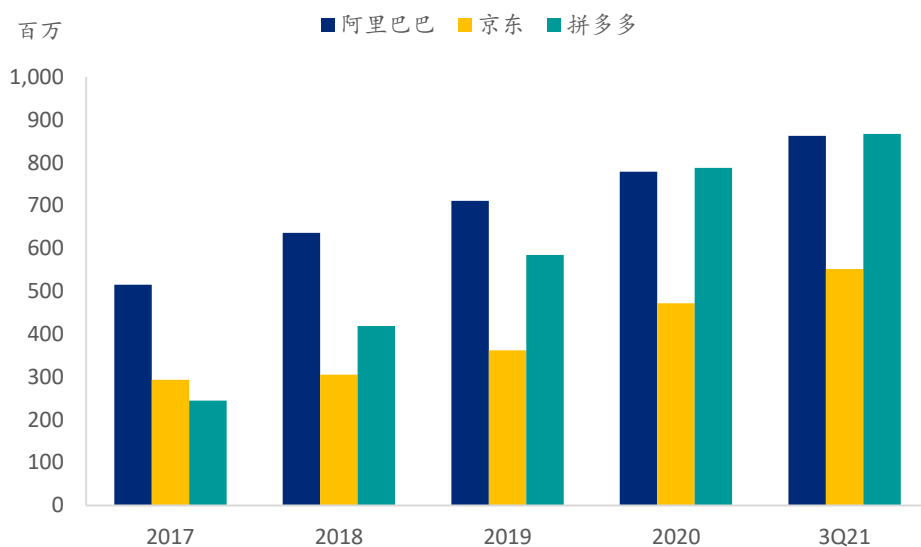


E=浦银国际预测

资料来源：国家统计局、浦银国际

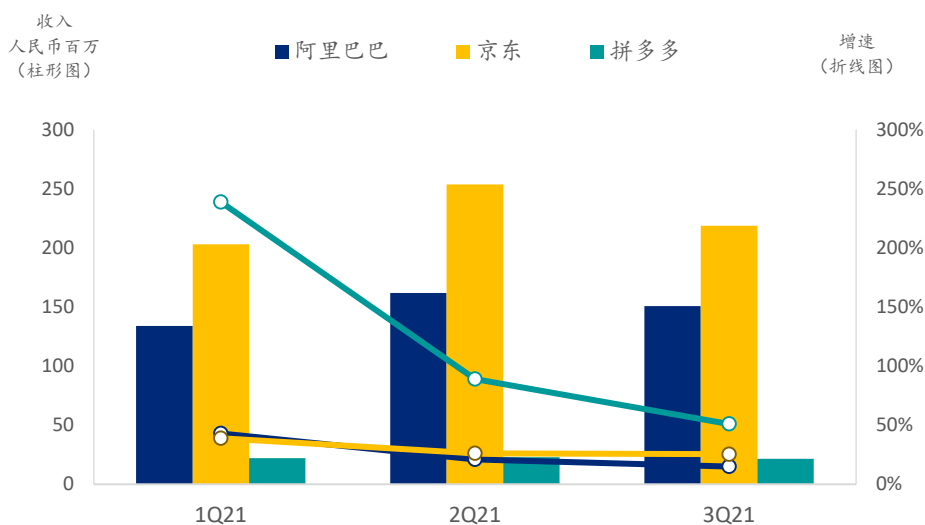
电商格局三足鼎立，淘特是最大变数。阿里巴巴、京东、拼多多的年度活跃买家数仍得到稳步增长，下沉市场仍然是电商新增用户的主要增量。阿里巴巴继续加大在下沉市场的投入，淘特用户增长迅猛，2021 年三季度(2QFY22)已达到 2.4 亿，环比增加 4900 万。

图表 16: 三大电商年度活跃买家数



注: 阿里巴巴为中国零售市场自然年数据; 资料来源: 公司资料、浦银国际

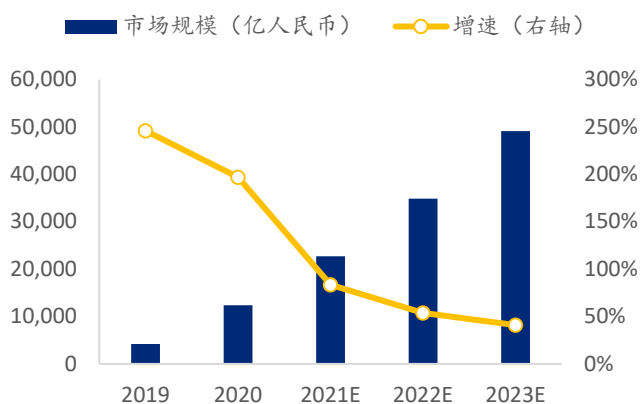
图表 17: 电商公司收入对比



注: 阿里巴巴为剔除高鑫并表影响后的核心商业收入
资料来源: 公司财报, 浦银国际

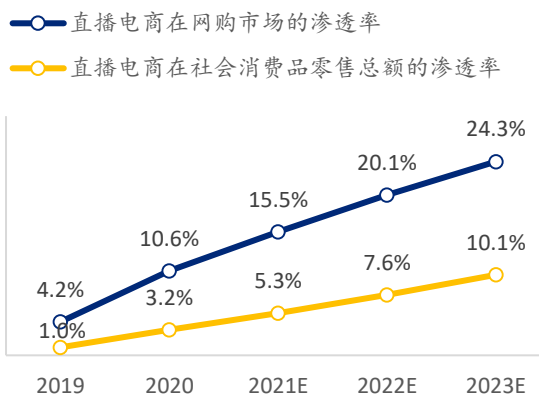
直播带货继续分食电商大盘。过去几年, 中国直播电商行业高速发展, 市场规模已达到万亿级别, 成为电商行业重要的营销渠道之一。根据艾瑞咨询数据, 2020 年中国直播电商市场规模为 1.2 万亿元人民币, 同比增长 197%, 在网购市场的渗透率达到 10.6%。艾瑞预计 2023 年直播电商市场规模将达到 4.9 万亿人民币, 年均复合增速达到 58.3%, 在电商大盘的占比将提升至 24.3%。

图表 18: 中国直播电商市场规模及增速



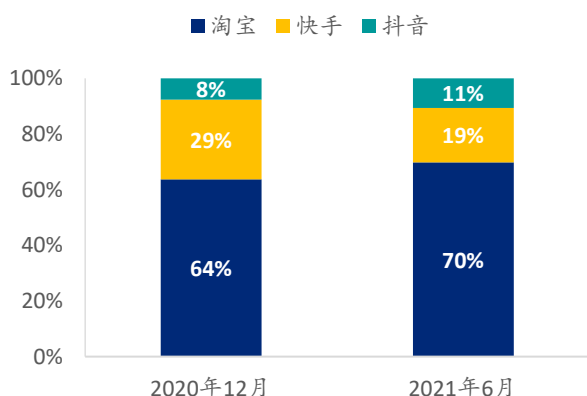
E=艾瑞咨询预测
资料来源: 艾瑞咨询、浦银国际

图表 19: 中国直播电商渗透率



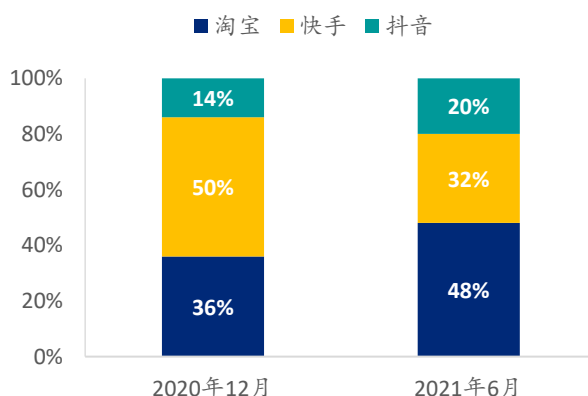
E=艾瑞咨询预测
资料来源: 艾瑞咨询、浦银国际

图表 20: 中国直播带货 TOP50 成交金额分布



资料来源: 胖球数据、浦银国际

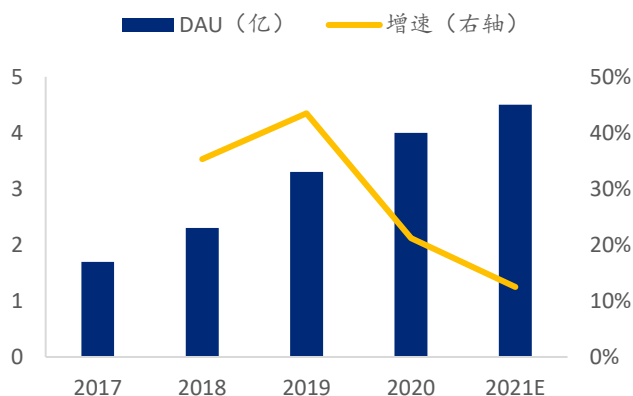
图表 21: 中国直播带货 TOP50 主播分布



资料来源: 胖球数据、浦银国际

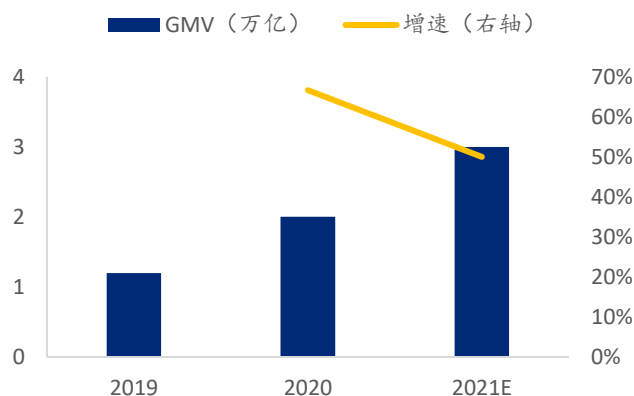
微信小程序成为电商重要渠道。根据微信公开课数据, 2020 年微信小程序日活已达 4 亿, 通过小程序产生的交易额同比增长超过 100%, 成为电商行业中不可忽视的渠道来源。随着小程序生态的不断完善以及各平台互联互通的推进, 小程序的重要性仍将逐步提升。阿拉丁研究院预计 2021 年全年微信电商 GMV 将接近 3 万亿, 未来三年整体有望突破 10 万亿。

图表 22: 微信小程序 DAU



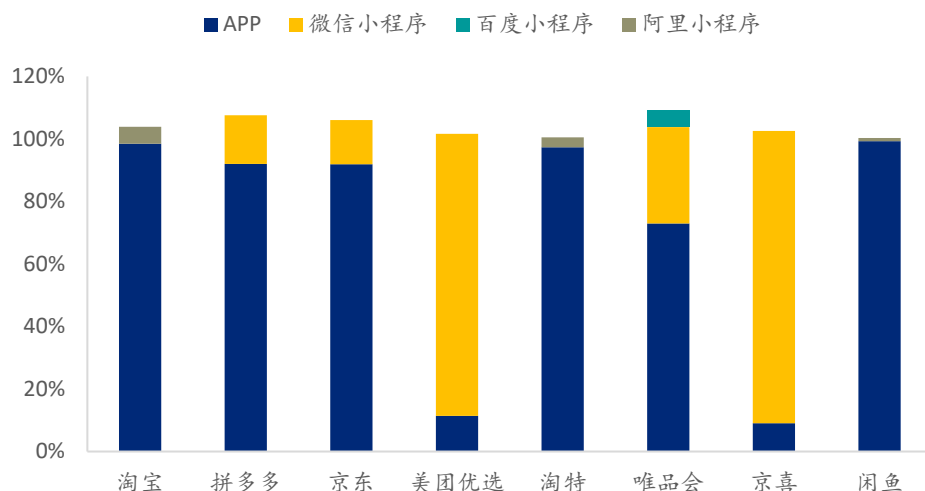
E=阿拉丁预测 资料来源: 阿拉丁、浦银国际

图表 23: 微信小程序电商 GMV



E=阿拉丁预测 资料来源: 阿拉丁、浦银国际

图表 24: 2021 年 9 月移动购物流量规模占比分布



注: 由于单用户可通过多渠道购物, 分部加总流量占比或超 100%; 低于 1% 的渠道未做显示
资料来源: QuestMobile, 浦银国际

C2M 赋能传统制造, 推动下沉市场渗透。C2M (Consumer to Manufacturer, 用户直连制造) 指的是由用户驱动生产的反向模式。C2M 模式能够让制造商先获知用户需求, 后生产产品, 大大减少了库存和供应链风险。同时 C2M 模式也省去了品牌商、代理商等环节, 节约了中间成本。随着工业互联网赋能传统制造商数字化, 以及 C2M 生态逐渐走向平台化、规模化, 现代制造商能够享受到更高效且更低成本的生产模式, 实现制造升级。更高性价比的产品, 也能更好满足低线地区消费者需求, 推动电商在下沉市场的渗透。

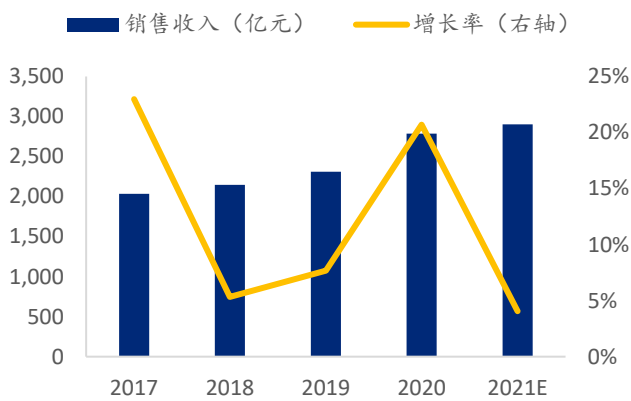
C2M 目前存在较强的行业分布差异性。据欧特欧咨询 2020 年数据显示, 家用电器、家装建材、科技、户外运动、家居日常五大行业的 C2M 定制商品零售总额占比超 50%。

● 游戏：防沉迷监管对行业影响有限，开启“大航海时代”

2022 年展望：由于行业监管整体趋严，我们建议持续关注行业政策及游戏版号审批动态，公司层面重点关注游戏产品矩阵丰富的龙头企业、业务多元化的公司、以及拥有一定海外收入敞口的游戏厂商。公司方面建议关注行业龙头腾讯（700.HK）。

受去年高基数影响，**2021 年游戏行业增速回落。**伽马数据预测，2021 年中国游戏市场实际销售收入将增长至约 2900 亿元，同比增长 4.1%。其中端游市场收入约 600 亿，同比下降 13%，手游市场收入约 2300 亿，同比增长 10%。增速较去年放缓，主要由于 2020 年疫情下的“宅经济”刺激游戏行业的增长，导致高基数。

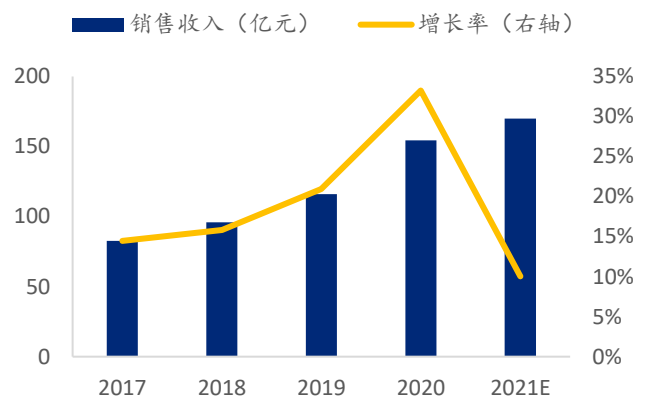
图表 25：中国游戏产业实际销售收入



E=伽马数据预测

资料来源：伽马数据、浦银国际

图表 26：中国自主研发游戏海外销售收入

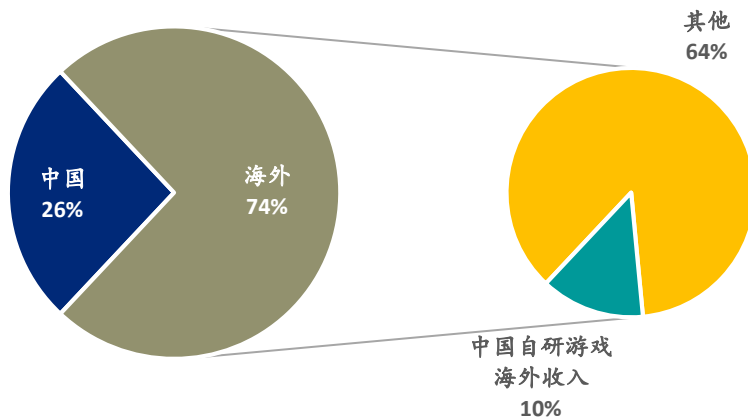


E=伽马数据预测

资料来源：伽马数据、浦银国际

海外市场收入对于中国游戏企业的贡献力度将持续提升。由于国内游戏行业监管的加强，许多游戏厂商加大了对海外市场的扩张，预计海外收入的贡献占比将进一步提高。据伽马数据测算，2021 年中国自主研发游戏海外市场实际销售收入有望突破 170 亿美元，同比增长 10%，高于国内游戏市场增速。中国自研游戏海外收入约占全球游戏市场收入的 10%，我们预计将继续提升。

图表 27: 2021 年全球游戏市场收入分布预测



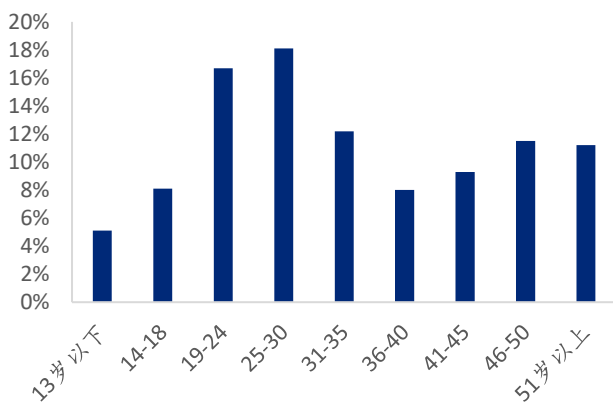
E=伽马数据预测

资料来源: 伽马数据, 浦银国际

未成年防沉迷进一步加强, 但对行业收入影响有限。2021 年以来, 未成年游戏防沉迷保护相关政策进一步加强。8 月 30 日, 国家新闻出版署下发《关于进一步严格管理 切实防止未成年人沉迷网络游戏的通知》, 要求所有网络游戏企业仅可在周五、周六、周日和法定节假日每日 20 时至 21 时向未成年人提供 1 小时服务。9 月 27 日, 国务院印发《中国儿童发展纲要(2021-2030 年)》, 文件中指出, 要实施国家统一的未成年人网络游戏电子身份认证, 完善游戏产品分类、内容审核、时长限制等措施。

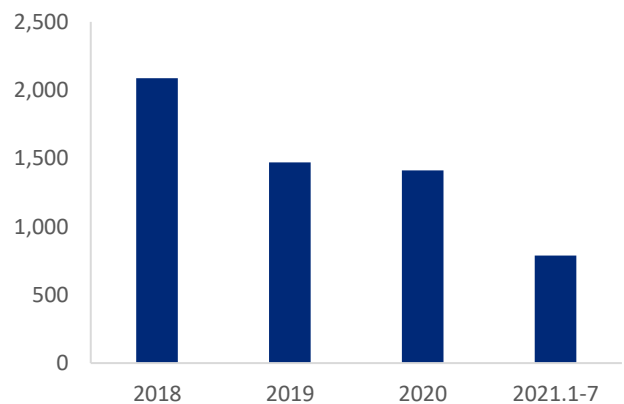
根据各大游戏厂商数据, 未成年用户贡献游戏收入较低。例如根据 2021 年 2 季度数据, 16 岁以下玩家贡献腾讯中国游戏收入占比仅为 2.6%; 未成年用户消费的流水占网易游戏比重不到 1%。未成年防沉迷监管加强对整体游戏行业收入影响较为有限。

图表 28: 中国手游付费用户年龄结构



资料来源: QuestMobile、浦银国际

图表 29: 中国游戏版号发行数量



资料来源: 国家新闻出版署、浦银国际

游戏版号审批暂缓，对中小厂商冲击更大。截至 11 月 26 日，国家新闻出版署仍未公布 2021 年 8 月及往后的游戏审批信息，游戏版号发放暂缓。由于大型游戏厂商拥有一定的游戏储备，以及现有游戏产品的支撑，所受影响相对较小，而对部分中小游戏厂商或造成一定冲击。

● 泛视频：持续分化，中视频崛起，短视频时长提升

2022 年展望：我们认为长视频短期仍难以盈利，叠加用户增长停滞，上升空间有限；我们更看好中短视频赛道，是目前少有的仍享有用户时长红利增长的细分赛道之一，变现模式更加多元。公司方面建议关注哔哩哔哩（9626.HK/BILI.US）。

泛视频持续分化：长视频用户进入增长瓶颈，短视频加速变现，中视频迅速崛起。我国泛网络视频可以细分为长视频、中视频和短视频（广义的短视频包括短视频和中视频），其中包括以抖音、快手为代表的短视频，以哔哩哔哩、西瓜视频为代表的中视频，和以优酷、爱奇艺、腾讯视频为代表的长视频。各自特点如下：

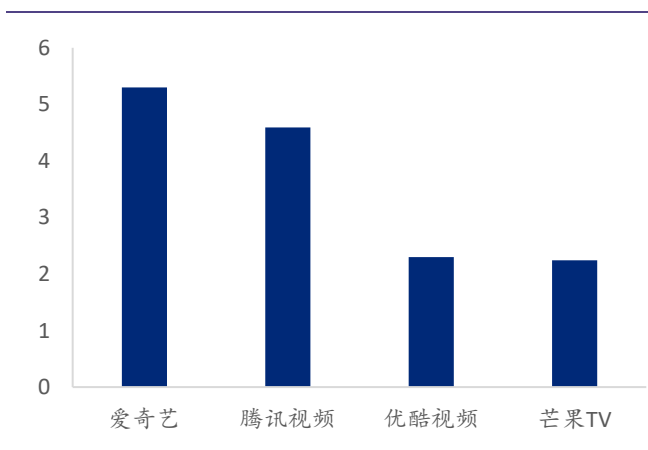
- **短视频：**内容以娱乐向、生活向为主，简单、快节奏；以 UGC 为主，创作门槛较低；
- **中视频：**内容以科普、知识为主，内容更加丰富，对于创作水平有一定门槛，以 PUGC 为主。
- **长视频：**常见内容为综艺、影视剧等，专业性和制作成本要求高，多是以 PGC 或 OGC 等专业机构为主；

图表 30：各类别视频对比

	短视频	中视频	长视频
时长	1 分钟以内	1-30 分钟	30 分钟以上
生产模式	UGC 为主	PUGC 为主	OGC 为主
国内产品	抖音、快手	哔哩哔哩、西瓜视频	爱奇艺、优酷、腾讯视频
海外产品	TikTok	YouTube	Netflix、Disney+
盈利模式	广告、电商	广告、直播	广告、会员付费

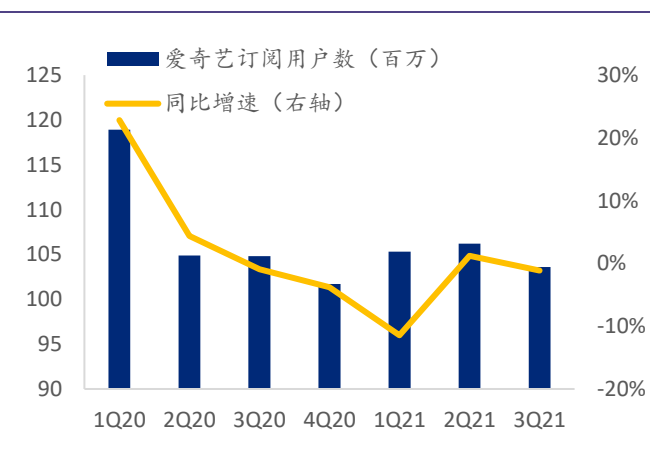
资料来源：公开资料、浦银国际

图表 31：2021 年 9 月在线视频 APP 月活数（亿）



资料来源：QuestMobile、浦银国际

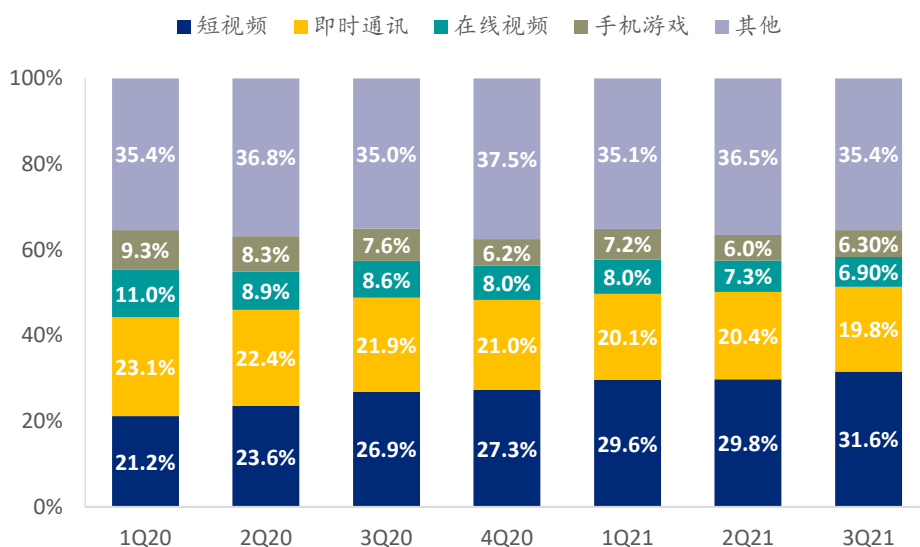
图表 32：爱奇艺订阅用户数



资料来源：公司财报、浦银国际

短视频用户时长占比持续提升。根据艾瑞咨询数据显示，2021年三季度，短视频行业用户时长占比持续提升，至31.6%，同比和环比分别增长4.7和1.8个百分点。即时通讯和在线视频的用户时长占比持续下滑。

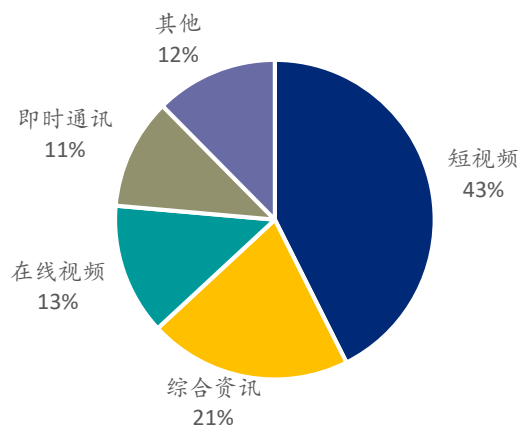
图表 33: 中国移动网民 APP 每日使用时长占比



E=艾瑞预测
资料来源：艾瑞，浦银国际

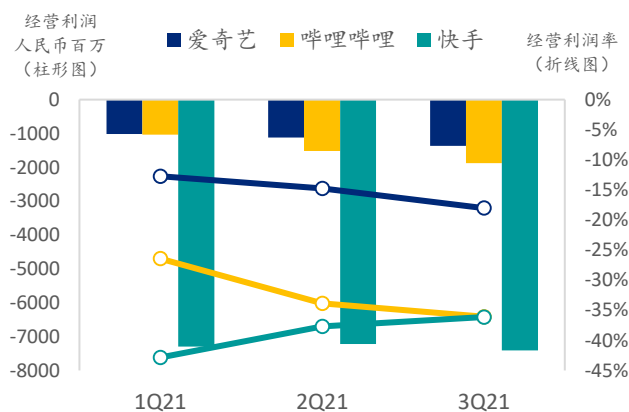
我们预计泛视频仍将亏损，亏损幅度或有所收窄。目前泛视频多处于亏损：长视频长期亏损，主要因为巨额的内容成本；而中短视频的亏损则主要因为用于拉新推广的销售费用较大。我们认为泛视频亏损状态在2022年或仍将持续，而整体亏损或有所收窄，而中短视频的变现模式更加多元化，弹性更大。

图表 34: 2021年上半年媒介行业广告收入占比



资料来源：QuestMobile、浦银国际

图表 35: 各类型视频公司经营利润率比较



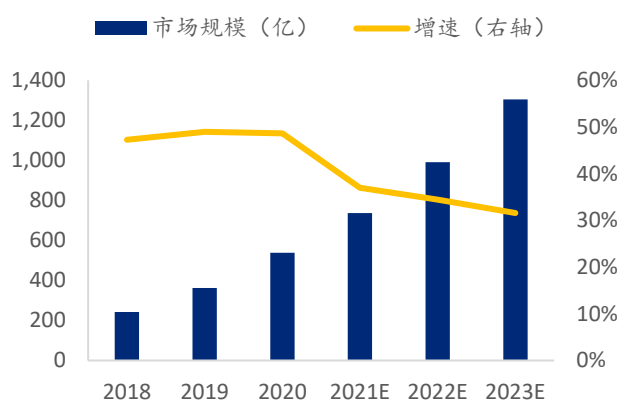
资料来源：公司财报、浦银国际

● SaaS：仍在探索期，应用场景不断细化

2022 年展望：我们看好 SaaS 行业的长期发展，政策红利持续释放，推动行业高速增长。SaaS 企业仍在研发投入期，SaaS+PaaS 或成为行业龙头标配。此外，行业垂直类较业务垂直类有更大机会，但仍需警惕细分行业周期风险。公司方面建议关注微盟（2013.HK）。

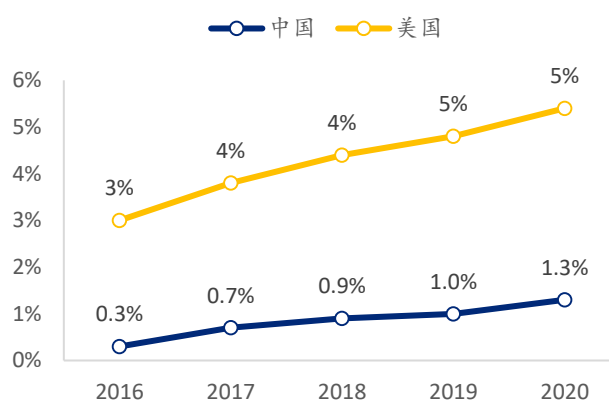
中国 SaaS 保持高速增长。根据艾瑞咨询预测，2021 年中国企业级 SaaS 整体市场规模约为 737 亿元，同比增长 37%，并预计 2022 年仍保持高速增长，同比增 34%。相比于美国，中国 SaaS 占 IT 投入比重还有很大增长空间。

图表 36：中国企业级 SaaS 市场规模



E=艾瑞预测
资料来源：艾瑞、浦银国际

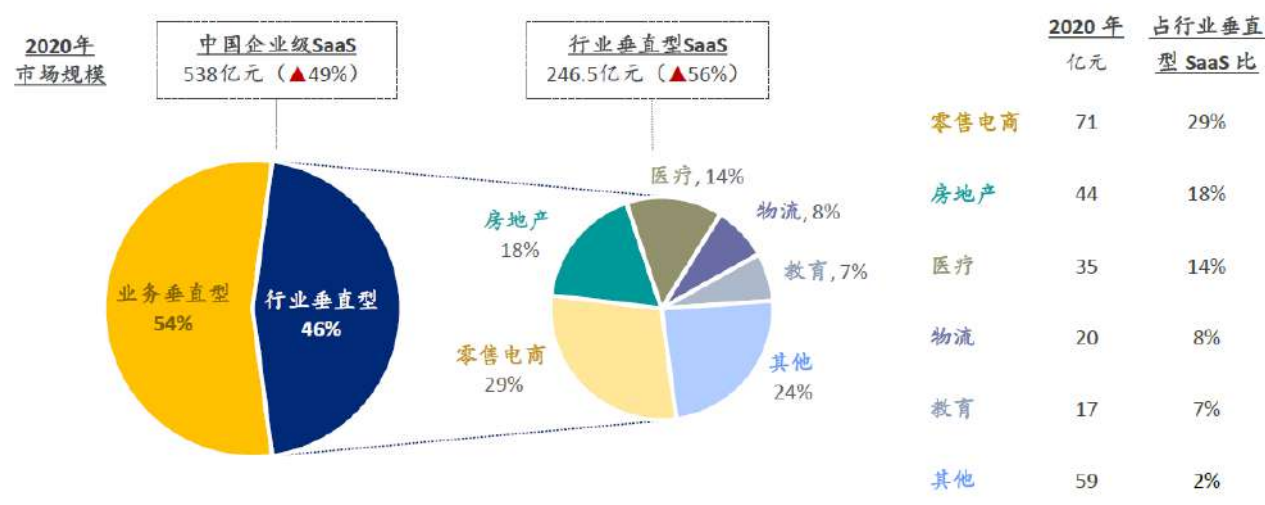
图表 37：中美两国 SaaS 占 IT 投入比重



资料来源：Gartner、德勤、浦银国际

场景不断细化，不同垂直行业或涌现龙头。根据艾瑞咨询数据，2020 年中国行业垂直型 SaaS 市场规模约为 246.5 亿元，同比增长 56%，占整体企业级 SaaS 市场的 46%，其中电商、房地产和医疗等行业相对领先。相对于业务垂直型 SaaS 企业，我国行业垂直型 SaaS 企业起步较晚，目前行业垂直型 SaaS 企业的发展已初具规模，成为资本方关注和投资的重点。

图表 38: 中国企业级 SaaS 细分赛道结构



注: 艾瑞咨询, 浦银国际

大部分 SaaS 公司处于尚未盈利的早期阶段, 我们通常用 P/S 对 SaaS 业务进行估值, 以 PS/G 作为参考指标。根据公司 SaaS 业务占比的不同, 我们覆盖 SaaS 公司中 2022 年目标估值对应 PS/G 处于 0.2x-0.6x 区间。由于 ERP 企业的大客户较多, 客单价较高, 具备一定的行业竞争壁垒, 估值水平亦会相对较高。

图表 39: SaaS 公司比较

公司	中国有赞	微盟	金山软件	用友网络	金蝶国际	明源云
代码	8083.HK	2013.HK	3888.HK	600588.SH	268.HK	909.HK
未来三年收入 CAGR	23%	36%	20%	28%	28%	38%
目标估值对应 2022 年 PS	6.7x	7.9x	5.9x	11.1x	16.0x	17.9x
2022 年目标估值对应 PS/G	0.3x	0.2x	0.3x	0.4x	0.6x	0.5x
2021 年 SaaS 业务占比	62%	45%	NA	60%	65%	58%
2021 年 SaaS 业务增速	13%	104%	NA	73%	47%	57%
公司特性	<ul style="list-style-type: none"> • 电商 SaaS • 支付业务 	<ul style="list-style-type: none"> • 电商 SaaS • 精准营销 	<ul style="list-style-type: none"> • 基础办公软件 • To C SaaS • 游戏业务 	<ul style="list-style-type: none"> • ERP SaaS 	<ul style="list-style-type: none"> • ERP SaaS 	<ul style="list-style-type: none"> • 房地产 ERP SaaS

资料来源: Bloomberg、浦银国际预测

互联网行业覆盖公司

图表 40: SPDBI 互联网行业覆盖公司

股票代码	公司	现价 (交易货币)	评级	目标价 (交易货币)	评级/目标价 发布日期	行业
700 HK Equity	腾讯	463.40	买入	650.00	19/8/2021	游戏、社交
9988 HK Equity	阿里巴巴	129.10	买入	168.00	23/11/2021	电商
BABA US Equity	阿里巴巴	136.52	买入	172.00	23/11/2021	电商
3690 HK Equity	美团	263.60	持有	326.00	29/3/2021	本地生活服务
1024 HK Equity	快手	90.00	买入	123.00	24/11/2021	短视频
9626 HK Equity	哔哩哔哩	562.00	买入	678.00	23/11/2021	游戏、中视频
BILI US Equity	哔哩哔哩	72.47	买入	87.00	23/11/2021	游戏、中视频
780 HK Equity	同程艺龙	16.64	买入	20.00	25/8/2021	OTA
8083 HK Equity	有赞	0.75	持有	1.20	12/8/2021	SaaS
2013 HK Equity	微盟	9.93	买入	16.00	17/8/2021	SaaS
3888 HK Equity	金山软件	34.60	买入	40.00	27/8/2021	SaaS
600588 CH Equity	用友	31.10	买入	45.00	24/8/2021	SaaS
268 HK Equity	金蝶	23.40	买入	31.00	21/12/2020	SaaS
909 HK Equity	明源云	23.35	买入	38.00	1/9/2021	SaaS

注：港股、A股港股截至11月26日收盘价；美股截至11月24日收盘价

资料来源：Bloomberg、浦银国际

腾讯 (700.HK): “买入”评级, 目标价 650 港元

公司加速游戏出海, 微信生态不断完善, 看好“小程序经济圈”的长期增长潜力。目标价 650 港元, “买入”评级, 对应 30.5x 和 25.1x 的 2022E/2023E 市盈率。

哔哩哔哩 (9626.HK/BILI.US): “买入”评级, 目标价 678 港元/87 美元

用户高速增长且保持高参与度, 内容不断破圈, 广告业务增长强劲, 看好公司长期变现效率提升。目标价 678 港元/87 美元, “买入”评级, 对应 7.5x/5.4x 的 2022E/2023E 市销率。

快手 (1024.HK): “买入”评级, 目标价 123 港元

用户增长超预期, 电商生态闭环建设不断完善, 海外业务开始尝试商业化, 广告增长保持强劲, 估值已处于合适区间。目标价 123 港元, “买入”评级, 对应 3.8x/2.9x 的 2022E/2023E 市销率。

阿里巴巴 (9988.HK/BABA.US): “买入”评级, 目标价 168 港元/172 美元

短期受反垄断等政策监管, 以及行业竞争加剧等影响, 公司面临一定压力, 但仍长期看好。目标价 168 港元/172 美元, “买入”评级, 对应 18.6x/14.4x 的 FY2022E /FY2023E 市盈率。

同程艺龙 (780.HK): “买入”评级, 目标价 20 港元

受疫情反复影响, 旅游出行需求存在一定波动, 但公司仍在不断向下沉市场渗透并取得一定竞争优势, 期待公司受益于疫情受控后行业需求的强劲复苏。目标价 20 港元, “买入”评级, 对应 20.0x/16.7x 的 2022E/E 市盈率。

微盟 (2013.HK): “买入”评级, 目标价 16.0 港元

看好私域流量爆发和电商 SaaS 长期增长, 精准营销业务受益于腾讯平台的广告业务复苏。公司稳步推进“大客化”、“国际化”、“生态化”战略。目标价 16 港元, “买入”评级, 对应 7.9x/6.2x 的 2022E/2023E 市销率。

金山软件 (3888.HK): “买入”评级, 目标价 40 港元

WPS 作为国产办公软件稀缺标的, 金山软件持有股份相对 A 股金山办公有较大折价; 新游戏值得期待。目标价 40 港元, “买入”评级, 对应 5.9x/4.8x 的 2022E/2023E 市销率。

金蝶国际 (268.HK): “买入”评级, 目标价 31 港元

公司拓展大客业务; 前期公司为加速云转型加大了投入, 目前已达到一定成效, 预期未来投入将有所放缓, 利润端压力将得到释放。目标价 31.0 港元, “买入”评级, 对应公司整体约 16.0x/12.5x 的 2022E/2023E 市销率。

用友网络 (600588.CH): “买入”评级, 目标价 45 元人民币

公司不断加速云转型, 云业务已超过软件收入; 公司不断突破头部客户, 巩固其在大企云服务市场地位。目标价 45 元人民币, “买入”评级, 对应 11.1x/8.2x 的 2022E/2023E 市销率。

明源云 (909.HK): “买入”评级, 目标价 38 港元

公司作为房地产开发商软件服务赛道龙头, 持续保持着高市场渗透率, 公司也在向供应链等业务扩张, 有望创造未来新增长点。目标价为 38 港元, “买入”评级, 对应 17.9x/13.1x 的 2022E/2023E 市销率。

美团 (3690.HK): “持有” 评级, 目标价 326 港元

行业监管趋严, 外卖业务成本端压力仍未释放, 社区团购等新业务仍需较大投入, 短期利润端将承压。目标价 326 港元, “持有” 评级, 对应 9.8x/7.0x 的 2021E/2022E 市销率。

中国有赞 (8083.HK): “持有” 评级, 目标价 1.2 港元

由于快手加速电商闭环建设, 过去几个季度公司 GMV 增长受阻, 随着此影响的消退, 公司的 SaaS 业务有望恢复健康增长。目标价 1.2 港元, “持有” 评级, 对应 6.7x/5.1x 的 2022E/2023E 市销率。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告(包括任何有关的附件),表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告,且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由从事证券及期货条例(香港法例第 571 章)中第一类(证券交易)及第四类(就证券提供意见)受规管活动之持牌法团—浦银国际证券有限公司(统称“浦银国际证券”)利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源,但并不保证数据之准确性、可信性及完整性,亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明,否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据,所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士(其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束)之外,本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的,不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐,阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出,日后可作修改而不另通知,亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息,阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外,本报告可能包含前瞻性的陈述,牵涉多种风险和不确定性,该等前瞻性陈述可基于一些假设,受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其附属公司、关联公司(统称“浦银国际”)及/或其董事及/或雇员,可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失,概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料,考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要,在参与有关报告中所述公司之证券的交易前,委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言,分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

美国

浦银国际不是美国注册经纪商和美国金融业监管局(FINRA)的注册会员。浦银国际证券的分析师不具有美国金融监管局(FINRA)分析师的注册资格。因此,浦银国际证券不受美国就有研究报告准备和分析师独立性规则的约束。

本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”,不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易,都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

英国

本报告并非由英国 2000 年金融服务与市场法(经修订)(「FSMA」)第 21 条所界定之认可人士发布,而本报告亦未经其批准。因此,本报告不会向英国公众人士派发,亦不得向公众人士传递。本报告仅提供给合格投资者(按照金融服务及市场法的涵义),即(i)按照 2000 年金融服务及市场法 2005 年(金融推广)命令(「命令」)第 19(5)条定义在投资方面拥有专业经验之投资专业人士或(ii)属于命令第 49(2)(a)至(d)条范围之高净值实体或(iii)其他可能合法与之沟通的人士(所有该等人士统称为「有关人士」)。不属于有关人士的任何机构和个人不得遵照或倚赖本报告或其任何内容行事。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用,浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利,并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

- 1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司逾 1%的财务权益。
- 2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
- 3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

评级定义

证券评级定义:

“买入”: 未来 12 个月, 预期个股表现超过同期其所属的行业指数

“持有”: 未来 12 个月, 预期个股表现与同期所属的行业指数持平

“卖出”: 未来 12 个月, 预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义 (相对于 MSCI 中国指数):

“超配”: 未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上

“标配”: 未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%

“低配”: 未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明: (i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点, 并以独立方式撰写 ii) 其报酬没有任何部分曾经, 是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关; (iii) 该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定 (i) 他们或其各自的关联人士 (定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则) 没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票, 或在本报告发布后 3 个工作日 (定义见《证券及期货条例》(香港法例第 571 章)) 内将买卖或交易本文所提述的股票; (ii) 他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员; 及 (iii) 他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

浦银国际证券机构销售团队

王奕旻

stephy_wang@spdbi.com

852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政

sarah_hua@spdbi.com

852-2808 6474

陈岑

angel_chen@spdbi.com

852-2808 6475

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited

网站: www.spdbi.com

地址: 香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼

